

金龙鱼 (300999.SZ)

2022 年全年盈利承压，Q4 盈利环比明显改善

买入

核心观点

2022 全年业绩承压，四季度环比回暖明显。2022 年公司实现营收 2574.85 亿元（同比+13.82%），归母净利润 30.11 亿元（同比-27.12%），其中 2022Q4 公司单季毛利率环比+2.07pct 至 5.10%，归母净利同比+45.90% 至 6.58 亿元，盈利边际改善明显。此外，公司 2022 年费用控制能力进一步加强，销售期间费用率为 3.97%，同比减少 15%。公司作为厨房食品龙头，品牌及渠道优势依然稳固，销量与营收规模稳步增长。

原材料上涨趋势缓和，四季度盈利明显提升。2022 年公司厨房食品、饲料原料及油脂科技两大主业收入稳步扩张，分别同比增长 10.67%、19.50%，但盈利水平承压，毛利率分别同比-1.62pct 至 6.68%，同比-3.60pct 至 3.81%，主要系受到全球通胀、俄乌冲突及天气影响，大豆、棕榈油、小麦等原材料价格上涨明显，同时受国内经济疲软、消费不振等因素影响，公司产品价格上涨的幅度不能完全覆盖原材料成本的涨幅。2022 年下半年开始大豆、棕榈油等原料价格回落，公司成本端压力减缓，投资收益亦转正（2022Q3 和 Q4 分别实现投资收益 1.80 亿元、8.25 亿元），业务毛利率同步回升（2022Q4 单季毛利率环比+2.07pct）。

高端产品销量稳步增长，央厨等新项目顺利落地。公司具备产业链延伸和多元化发展能力，已将食用油经验成功复制到小包装食用植物油、包装面粉、包装米等领域，2022 年公司持续加强高品质厨房食品的推广力度，高端产品的销量稳步增长，产品结构持续优化。在 2022 年双 11 活动中，公司的高端产品包括胡姬花生油、欧丽薇兰橄榄油、金龙鱼金玉稻香五常大米、金龙鱼高筋麦芯小麦粉、金龙鱼活性发酵挂面礼盒等销量增长尤其明显，在天猫、京东等主流平台上得到认可。此外，公司在 2022 年亦持续进行米、面、油、中央厨房等厨房食品新基地的建设，截至 2022 年年底，公司在全国拥有 75 个已投产生产基地，米面产能进一步增加，央厨杭州、周口、重庆基地顺利投产。新基地的建成有望充分发挥规模经济优势，使得公司整体物流、库存成本降低，实现效率最大化，在原材料高涨的背景下进一步稳固成本优势。

风险提示：天气异常及疫病影响饲料行业阶段性波动的风险。

投资建议：厨房食品龙头，多元化发展值得期待，维持“买入”。

公司是管理层优秀的优质成长标的，“强品牌+多渠道+低成本”的优势明显，厨房食品龙头地位稳固，看好长期发展。预计 23-25 年 EPS 分别为 0.70/0.87/1.06 元，对应 PE 为 62/50/41 X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	226,225	257,485	287,302	313,647	335,833
(+/-%)	16.1%	13.8%	11.6%	9.2%	7.1%
净利润(百万元)	4132	3011	3806	4715	5743
(+/-%)	-31.1%	-27.1%	26.4%	23.9%	21.8%
每股收益(元)	0.76	0.56	0.70	0.87	1.06
EBIT Margin	3.4%	1.7%	3.0%	3.3%	3.6%
净资产收益率 (ROE)	4.8%	3.4%	4.2%	5.2%	6.2%
市盈率 (PE)	57.3	78.6	62.2	50.2	41.2
EV/EBITDA	33.7	48.9	29.8	24.7	22.2
市净率 (PB)	2.73	2.67	2.63	2.60	2.57

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·农产品加工

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

联系人：李瑞楠 021-60893308
liruinan@guosen.com.cn

联系人：江海航 010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	43.67 元
总市值/流通市值	236761/23697 百万元
52 周最高价/最低价	55.55/37.62 元
近 3 个月日均成交额	358.96 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《金龙鱼 (300999.SZ) -2022H1 盈利承压，Q2 起成本压力边际改善》——2022-08-08
- 《金龙鱼 (300999.SZ) -2021 年净利阶段性承压，央厨等多元化业务稳步发展》——2022-03-28
- 《金龙鱼-300999-2021 年三季报点评：净利短期承压，加码中央厨房》——2021-11-03
- 《金龙鱼-300999-2021 年半年报点评：中报营收稳定增长，厨房食品航母砥砺前行》——2021-08-12

2022 全年业绩承压，四季度环比回暖明显。2022 年公司实现营收 2574.85 亿元（+13.82%），归母净利润 30.11 亿元（-27.12%）。2022 年公司盈利下滑主要系受全球通胀、俄乌冲突及天气影响，大豆、棕榈油、小麦等原材料价格上涨明显，同时受国内经济疲软、消费不振等因素影响，公司产品价格上调的幅度并不能完全覆盖原材料成本的涨幅，最终导致公司毛利率降低。从公司单季业绩表现来看，随大豆、棕榈油等原料价格回落，公司投资收益转正（Q3、Q4 分别实现投资收益 1.80 亿元、8.25 亿元），业务毛利率回升（Q4 单季毛利率环比+2.07pct），进而带动公司 Q4 业绩回暖，Q4 单季归母净利润环比+74.54%、同比+45.90%至 6.58 亿元。

图1：金龙鱼营业收入及增速（单位：亿元、%）



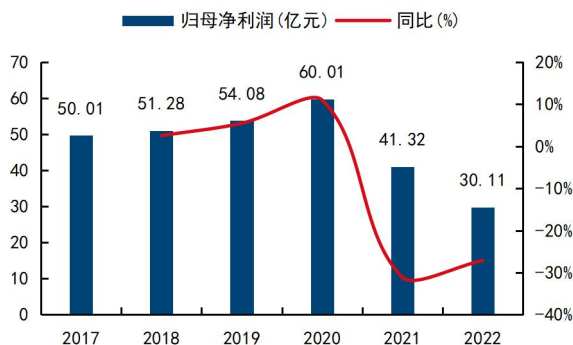
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：金龙鱼单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



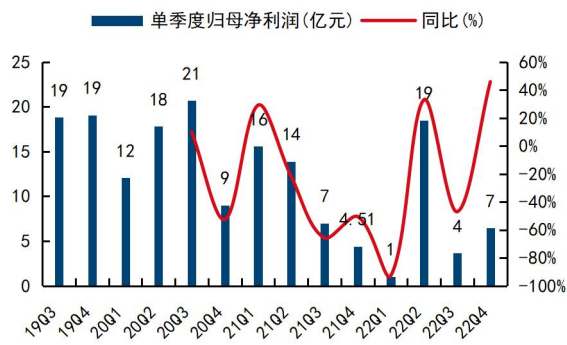
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：金龙鱼归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

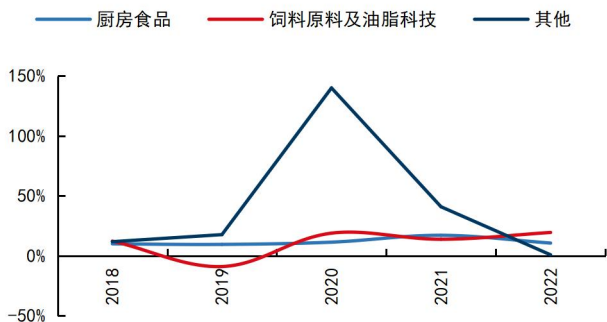
图4：金龙鱼单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

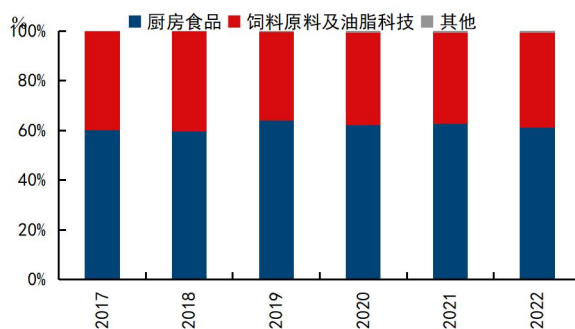
厨房食品业务 2022 年营收增速达 10.67%，全国布局、多品类、多品牌、多渠道推动整体规模稳步扩张。2022 年公司厨房食品、饲料原料及油脂科技两大主业收入稳步扩张，分别同比增长 10.67%、19.50%。公司具备产业链延伸和多元化发展能力，已将食用油经验成功复制到小包装食用植物油、包装面粉、包装米等领域，近三年现代渠道市场份额在这三类产品中均排名第一，同时公司也在拓展调味品、酵母、日化用品、植物肉以及中央厨房等新领域。我们认为公司通过产业链的延伸有望将现有更好整合并产生协同作用，看好其在新品类领域的长期发展。

图5: 金龙鱼分业务的营收增速情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

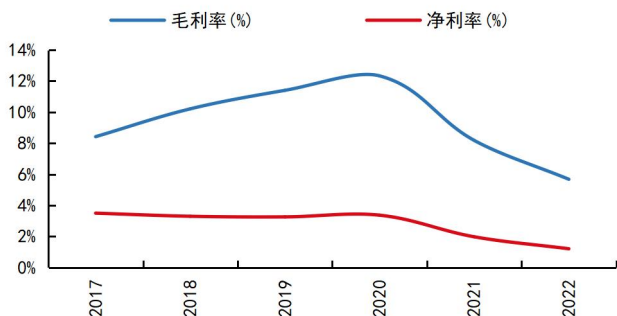
图6: 金龙鱼分业务营收占比情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

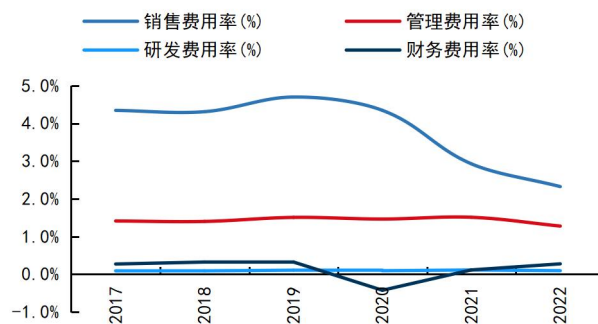
毛利率同比下滑, 费用率改善明显。2022 年公司销售毛利率为 5.68%, 同比减少 30.56pp; 销售净利率为 1.21%, 同比减少 38.89%; 三项费用率合计 3.88%, 同比减少 14.86pp, 其中销售费用率 2.32% (-20.63pp)、管理费用率 1.28% (-15.44pp)、财务费用率 0.28% (+140.64pp)。在原材料价格高涨的背景下, 公司通过大型综合企业群实现效率最大化和规模经济, 将产业链上下游的工厂集合于一个生产基地内, 从而降低了整体的物流和库存成本, 同时共享基础设施, 能源供应、后勤保障、管理团队等获得最优成本, 公司成本控制优势凸显。

图7: 金龙鱼毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

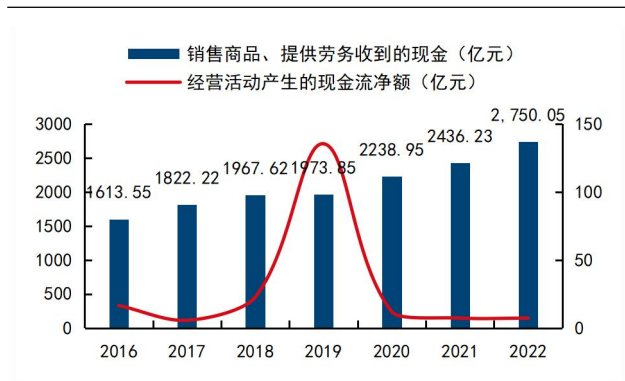
图8: 金龙鱼费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

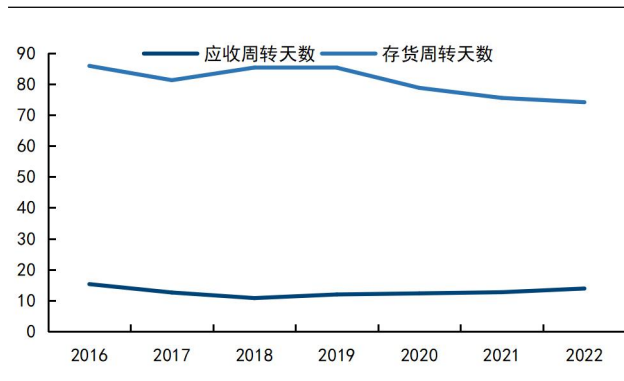
经营性现金流净额同步持平, 应收及存货周转效率较稳定。从现金流情况来看, 2022 年销售收到的现金 2750.05 亿元 (+12.88%), 保持平稳增长, 而经营性现金流量净额 7.25 亿元 (同比持平), 主要系公司业务规模扩张及原材料价格上涨, 采购额增加。另外, 从主要流动资产周转情况来看, 2022 年应收账款周转天数为 13.87 天 (+9.38%), 存货周转天数为 74.09 天 (-1.83%), 存货周转小幅加快。

图9: 金龙鱼经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 金龙鱼主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司是管理层优秀的优质成长标的, “强品牌+多渠道+低成本”的优势明显, 厨房食品龙头地位稳固, 米、面、调味品、中央厨房等多元化新业务有望打开新的成长空间, 看好公司长期发展。预计 23-25 年 EPS 分别为 0.70/0.87/1.06 元, 对应 PE 为 62/50/41 X, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	43835	39462	47893	38435	40771	营业收入	226225	257485	287302	313647	335833
应收款项	12713	15035	16530	17788	18770	营业成本	207723	242868	266861	286275	303234
存货净额	46906	53066	59918	67308	71287	营业税金及附加	546	634	690	761	816
其他流动资产	9583	8459	13874	11795	13625	销售费用	6626	5986	6895	10978	13433
流动资产合计	125018	136126	158321	155430	164559	管理费用	3418	3290	4038	4668	5292
固定资产	39364	45823	46964	46908	46040	研发费用	256	244	289	470	840
无形资产及其他	13850	14756	14167	13578	12988	财务费用	259	709	4024	4151	4220
投资性房地产	26168	28320	28320	28320	28320	投资收益	(1709)	19	200	100	100
长期股权投资	2850	2918	3118	3338	3578	资产减值及公允价值变动	1325	(100)	235	100	100
资产总计	207250	227943	250889	247574	255485	其他收入	(840)	(101)	(289)	(470)	(840)
短期借款及交易性金融负债	81160	90747	95285	90520	90520	营业利润	6430	3817	4940	6544	8198
应付款项	7059	8876	18048	18568	20485	营业外净收支	(252)	48	0	0	0
其他流动负债	14783	16862	21874	20248	23383	利润总额	6177	3866	4940	6544	8198
流动负债合计	103002	116486	135206	129336	134388	所得税费用	1689	741	988	1636	2213
长期借款及应付债券	11503	16223	19223	20723	22523	少数股东损益	357	114	146	193	242
其他长期负债	1636	1951	1871	1786	1696	归属于母公司净利润	4132	3011	3806	4715	5743
长期负债合计	13140	18174	21094	22509	24219	现金流量表 (百万元)					
负债合计	116142	134660	156300	151845	158607	净利润	4132	3011	3806	4715	5743
少数股东权益	4408	4576	4624	4669	4716	资产减值准备	(281)	(297)	40	3	(2)
股东权益	86701	88707	89964	91059	92162	折旧摊销	2823	3133	4645	5243	5561
负债和股东权益总计	207250	227943	250889	247574	255485	公允价值变动损失	(1325)	100	(235)	(100)	(100)
关键财务与估值指标						财务费用	259	709	4024	4151	4220
每股收益	0.76	0.56	0.70	0.87	1.06	营运资本变动	(24168)	(5595)	380	(7756)	(1833)
每股红利	0.49	0.55	0.47	0.67	0.86	其它	407	298	8	42	49
每股净资产	15.99	16.36	16.59	16.80	17.00	经营活动现金流	(18412)	651	8644	2147	9418
ROIC	4%	2%	4%	5%	5%	资本开支	0	(9020)	(5001)	(4501)	(4001)
ROE	5%	3%	4%	5%	6%	其它投资现金流	(9487)	(8125)	0	0	0
毛利率	8%	6%	7%	9%	10%	投资活动现金流	(9632)	(17212)	(5201)	(4721)	(4241)
EBIT Margin	3%	2%	3%	3%	4%	权益性融资	(56)	272	0	0	0
EBITDA Margin	5%	3%	5%	5%	5%	负债净变化	6266	4719	3000	1500	1800
收入增长	16%	14%	12%	9%	7%	支付股利、利息	(2672)	(2971)	(2549)	(3620)	(4640)
净利润增长率	-31%	-27%	26%	24%	22%	其它融资现金流	9414	8417	4537	(4764)	0
资产负债率	58%	61%	64%	63%	64%	融资活动现金流	16546	12187	4988	(6884)	(2840)
息率	1.1%	1.3%	1.1%	1.5%	2.0%	现金净变动	(11499)	(4373)	8431	(9458)	2336
P/E	57.3	78.6	62.2	50.2	41.2	货币资金的期初余额	55334	43835	39462	47893	38435
P/B	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6	货币资金的期末余额	43835	39462	47893	38435	40771
EV/EBITDA	33.7	48.9	29.8	24.7	22.2	企业自由现金流	0	(7871)	6847	858	8647
						权益自由现金流	0	5265	11165	(5520)	7366

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032